

## اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر عملکرد در گروه‌های تجاری

دکتر محمد حسین ودیعی\*

پری صفری\*\*

### چکیده

عدم تقارن اطلاعاتی سبب شکل‌گیری جریان ناکارای اطلاعاتی می‌شود. این جریان ناکارای اطلاعاتی می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار باشد. یکی از مزیت‌های اصلی گروه تجاری، کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی است. هدف پژوهش حاضر، بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر عملکرد در گروه‌های تجاری می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ۱۳۹۵ سال شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره مالی ۱۰ ساله ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ بررسی شده است. نتایج این مطالعه نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و نرخ بازده دارایی‌ها (عملکرد شرکت) رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین، نتایج این تحقیق نشان داد که شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل نرخ بازده دارایی بیشتری دارند. همچنین شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری (غیر متنوع) نرخ بازده بالاتری دارند. سایر یافته‌ها نشان داد که سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری از شرکت‌های مستقل کمتر است. شواهد نشان می‌دهد که میزان

---

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: پری صفری (Email:safari\_pari@yahoo.com)

تاریخ پذیرش: ۹۴/۴/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۳/۶/۷

عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع از شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری (غیر متنوع) پایین‌تر است.

**واژه‌های کلیدی:** عدم تقارن اطلاعاتی، گروه‌های تجاری، عملکرد شرکت.

#### مقدمه

تصمیم‌گیری در شرایط عدم شناخت کافی از واحد تحت مدیریت، منجر به خسارت جبران‌ناپذیری به واحد اقتصادی خواهد شد. برای اداره بهتر هر واحد اقتصادی، شناخت کامل خصوصیات و ویژگی‌های آن واحد ضروری به نظر می‌رسد. مدیران شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری با درک و شناخت ویژگی‌های منحصر به فرد گروه‌های تجاری، می‌توانند تصمیم‌گیری مؤثرتر و کاراتری را در جهت پیشبرد اهداف و فعالیت‌های واحد اقتصادی تحت مدیریت خود داشته باشند.

انگیزه اصلی این تحقیق، بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر عملکرد در گروه‌های تجاری است. به احتمال قوی، گروه‌های تجاری سطح عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند (منوس و همکاران، ۲۰۱۲). هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، برای شرکت‌ها بسیار گران خواهد بود تا منابع مالی خارجی خود را بالا ببرند. بنابراین، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری تمایل دارند تا یک استراتژی متنوع را اتخاذ کنند و همچنین یک بازار سرمایه داخلی ایجاد کنند (گاپلن، ۲۰۰۷). وجود گروه‌های تجاری موجب آسان‌تر شدن انتقال اطلاعات بین شرکت‌های عضو گروه می‌شود و در نتیجه سطح عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند.

مسئله اصلی که این تحقیق به دنبال آن است: اول، مربوط به تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر عملکرد شرکت می‌باشد. دوم، در بحث از تأثیر گروه‌های تجاری بر عملکرد باید به آن توجه نمود که گروه‌های تجاری به طور کلی (کاملاً) همگن یا یکسان نیستند و پیکره و ماهیت این گروه‌ها با هم متفاوت است. در واقع گروه‌های تجاری به دو

دسته متنوع و غیر متنوع تقسیم می‌شوند، از این رو در این تحقیق یکی دیگر از موضوعات مورد بررسی تأثیر تنوع بخشی بر عملکرد شرکت می‌باشد.

### مبانی نظری پژوهش

برای توصیف رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و گروه‌های تجاری با عملکرد شرکت از سه تئوری علامت دهی، نمایندگی و تئوری سلسله مراتبی استفاده شده است. تئوری علامت دهی بر انتقال اطلاعات محرمانه به سهامداران درباره چشم‌انداز آینده شرکت تأکید دارد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۱). طبق تئوری علامت دهی می‌توان پیش‌بینی کرد هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکت‌ها سود پرداختی خود را افزایش می‌دهند، ولی از سوی دیگر، اگر وابستگی مالی خارجی شرکت بالا باشد شرکت‌ها معمولاً ترجیح می‌دهند تا به جای استفاده از منابع پرهزینه خارجی، از منابع داخلی استفاده کنند؛ بنابراین، سود پرداختی خود به سهامداران را کاهش می‌دهند. کاهش در سود پرداختی می‌تواند این پیام را به بازار برساند که شرکت وضعیت مالی خوب و با ثباتی نداشته و دارای ریسک تجاری بالاتر و عملکرد نامطلوب‌تری است.

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. طبق این تئوری، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، پیش‌بینی می‌شود سود پرداختی خود را افزایش می‌دهند. پرداخت سود سهام می‌تواند این پیام را به بازار برساند که شرکت وضعیت مالی خوب و با ثباتی داشته و دارای ریسک تجاری پایین‌تر و عملکرد مطلوب‌تری است.

طبق تئوری سلسله مراتبی، هنگامی که شرکت‌ها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا این‌که این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. در انطباق با تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌ها در هنگام مواجهه با عدم تقارن اطلاعاتی به ۲ دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند: اول این‌که هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم این‌که،

هزینه تأمین مالی خارجی همیشه گرانتر از تأمین مالی داخلی است (دشموخ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت، هنگامی که سطح عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد، عملکرد شرکت کاهش خواهد یافت. با توجه به مطالب فوق فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: بین عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود دارد.

یکی از مزیت‌های اصلی گروه‌های تجاری کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی است (رونی منوس و همکاران، ۲۰۱۲). وجود گروه‌های تجاری موجب آسان‌تر شدن انتقال اطلاعات بین شرکت‌های عضو گروه می‌شود و در نتیجه سطح عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند. گروه‌های تجاری با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی بین شرکت‌های عضو، سعی می‌کنند تا منابع مالی مورد نیاز خود را از این راه تقریباً بی‌خطر (که در مقایسه با تأمین مالی خارجی کم‌هزینه‌تر نیز می‌باشد) تأمین کنند و همچنین، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را از پیش رو بردارند. بنابراین، به نظر می‌رسد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در قیاس با شرکت‌های مستقل، به طور نسبی، کمتر به بازارهای سرمایه خارجی وابسته هستند. این کاهش وابستگی به منابع مالی برون‌سازمانی، ممکن است شرکت‌های وابسته به گروه را قادر به پرداخت سود سهام دائمی کند و یا شرکت‌های گروه از سود سهام بالا حمایت کنند. در نتیجه، می‌توان پیش‌بینی کرد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری، سطح عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تری در مقایسه با شرکت‌های مستقل داشته باشند و سود سهام بالاتری به سهامداران خود بپردازند. پرداخت سود سهام دائمی و یا افزایش پرداخت سود می‌تواند این پیام را به بازار برساند که شرکت وضعیت مالی خوب و با ثباتی داشته و دارای ریسک تجاری پایین‌تر و عملکرد مطلوب‌تری است. بنابراین، فرضیه دوم و سوم پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه دوم: بین عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری و شرکت‌های مستقل تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری و شرکت‌های مستقل تفاوت معناداری وجود دارد.

گروه‌های تجاری به دو دسته متنوع و غیر متنوع تقسیم می‌شوند. گروه‌های تجاری متنوع مجموعه‌ای از شرکت‌های اصلی و فرعی هستند که زمینه فعالیت آن‌ها در صنایع گوناگون می‌باشد (پورحیدری و فدوی، ۱۳۹۲). گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری، با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی متنوع‌تر، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند. در واقع، تنوع و گستردگی گروه‌های تجاری، سبب شده است تا این گروه‌ها در مقایسه با گروه‌های غیر متنوع، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی قرار گیرند و سود سهام بالاتری به سهامداران خود بپردازند. همچنین بازارهای سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با گروه‌های غیر متنوع از ثبات و پایداری بیشتری برخوردارند. با توجه به مطالب فوق فرضیه چهارم و پنجم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه چهارم: بین عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و گروه‌های تجاری غیر متنوع تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و گروه‌های تجاری غیر متنوع تفاوت معناداری وجود دارد.

#### پیشینه پژوهش

نیکبخت و رحمانی‌نیا (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از معیارهای بازده حقوق صاحبان (ROE) و کیو توبین به عنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده شده است. در این پژوهش از یک الگوی رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها است.

**کلیچ (۱۳۹۰)**، در پژوهشی به بررسی اثر گروه‌های تجاری بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار پرداخته است. او در این پژوهش اثرگذاری عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اثر عضویت در گروه تجاری بر رفع محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها را مورد آزمون قرار داده است. با توجه به نتایج پژوهش، عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و رفع محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها موثر بوده است. **خدای پور و همکاران (۱۳۹۲)**، در تحقیقی به بررسی تأثیر میزان عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه عمر شرکت بر بازده آینده سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. یافته‌های این مطالعه نشان داد که رابطه منفی و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده آینده سهام وجود دارد.

**کریوگورسکی (۲۰۰۶)** در تحقیقی رابطه بین ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره و عملکرد مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن بود که رابطه مثبتی بین سطح مالکیت سهامداران بلوکی و نهادی و نسبت‌های سودآوری وجود دارد و به همان اندازه رابطه مثبت بین نسبت مدیران غیراجرایی و نسبت‌های سودآوری دیده می‌شود. **کرنس و همکاران (۲۰۰۷)**، در پژوهشی رابطه بین درصد مالکیت و تعداد مالکان نهادی را با عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها مالکان نهادی را به دو دسته حساس نسبت به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای نظارت بر مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افراد که انگیزه بیشتری برای نظارت و کنترل بر مدیریت دارند) تقسیم نموده و ارتباط آن‌ها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد که سطح مالکیت نهادی ناظر (غیرحساس) رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد.

**رونی منوس و همکاران (۲۰۱۲)**، به بررسی رابطه گروه‌های تجاری با سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، درصد توزیع سود در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری کمتر

است. همچنین شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری می‌پردازند. سایر یافته‌های این مطالعه نشان دارد که گروه‌های تجاری، وابستگی کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی دارند.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱، می‌باشند. شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده است:

۱. تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس قبل از سال ۱۳۸۲ و تا پایان سال ۱۳۹۱ بوده، نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
۲. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس و سهام آن‌ها مورد معامله مستمر قرار گرفته باشد. با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۱۳۹۵ مشاهده (سال-شرکت) مورد آزمون قرار گرفته است.

### الگو و متغیرهای پژوهش

الگوی شماره (۱) به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 GOUP1_{it} + \beta_3 GOUP1_{it} \times IA_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن:

$ROA_{it}$ : نرخ بازده دارایی‌های سالانه شرکت و معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت است. برای ارزیابی عملکرد از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها استفاده شده است.

$IA_{it}$ : درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی شرکت و معیار عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی استفاده شده

است (لین و همکاران، ۲۰۰۷). اعتقاد بر این است که مالکان غیرنهادی در شرکت، نسبت به سایر سهامداران بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی قرار دارند. طبق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا، سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از: بانک‌ها و شرکت‌های بیمه، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکت‌های دولتی، و اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

$GOUP_{it}$ : متغیر مجازی گروه تجاری که در حالت اول، اگر شرکت وابسته به گروه تجاری باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است. در حالت دوم، اگر شرکت وابسته به گروه‌های تجاری متنوع باشد، این متغیر برابر با یک و در غیر این صورت صفر است.

#### متغیرهای کنترلی

در این مطالعه، از متغیرهای کنترلی به منظور یکسان‌سازی شرکت‌ها از نظر سایر عوامل تأثیرگذار استفاده شده است. این متغیرها شامل وابستگی مالی خارجی، اهرم مالی، اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی‌های سال قبل به عنوان متغیرهای کنترل‌کننده در نظر گرفته شده است که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$DEP_{it}$ : نمایانگر وابستگی مالی خارجی شرکت است. در این تحقیق، وابستگی مالی خارجی به عنوان درصدی از رشد در فروش‌ها که نمی‌تواند به وسیله جریان‌ات نقدی آزاد تأمین مالی شود، محاسبه شده است (یک منهای جریان نقد عملیاتی پس از کسرمالیات ناشی از رشد در فروش‌ها). به طور خلاصه این متغیر به صورت زیر محاسبه شده است:

$$DEP_{it} = 1 - (\Delta CFO_{it} / \Delta Sales_{it}) \quad (2)$$

که در آن:  $\Delta cfo_{it}$ ؛ میزان تغییرات در جریان‌های نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات نقدی، و  $\Delta sales_{it}$ ؛ میزان تغییرات در فروش‌ها می‌باشد (رونی منوس و همکاران، ۲۰۱۲).

$LEV_{it}$ : با توجه به این که اهرم مالی، برای کاهش هزینه تأمین مالی و شرایط اعتباری تأمین مالی بر سیاست‌های توزیع سود سهام مؤثر است، از نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها به‌عنوان نماینده اهرم استفاده شده است. بر طبق تئوری علامت‌دهی، کاهش در پرداخت سود سهام می‌تواند این پیام را به بازار برساند که شرکت وضعیت خوب و با ثباتی نداشته و دارای ریسک تجاری بالا بوده و عملکرد نا مطلوبی دارد. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بیشتر، سود سهام کمتری پرداخت کنند (جی راپرن، ۲۰۰۶).

$SIZE_{it}$ : بدیهی است که اندازه شرکت تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. هرچه، اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، نشان‌دهنده پایین بودن فرصت‌های رشد شرکت است. بنابراین، فرض می‌شود این شرکت‌ها بیشتر جریان نقد آزاد خود را به جای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های رشد، به سهامداران بپردازند (اسکار ۲۰۰۷، ۷). توزیع سود سهام بیشتر می‌تواند نشان‌دهنده وضعیت مالی بهتر و عملکرد مطلوب‌تر باشد، در این پژوهش، برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان دوره استفاده می‌شود.

$ROA_{it-1}$ : پژوهش‌های صورت گرفته نشان می‌دهد که توزیع سود سهام و عملکرد سال جاری همواره همبستگی قابل ملاحظه‌ای با توزیع سود و عملکرد سال قبل شرکت دارد. بنابراین، در این پژوهش نیز به عنوان متغیر کنترلی وارد الگو می‌شود.

### نتایج آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. میانگین نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه تقریباً ۱۳٪ می‌باشد. این رقم نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های نمونه به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها حدود ۰/۱۳ ریال بازدهی کسب

کرده‌اند. میانگین درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی تقریباً ۲۶٪، میانه ۲۰٪، دارای حداقل مقدار ۱٪ و حداکثر مقدار ۰/۸۴ که انحراف معیاری در حدود ۲۱٪ دارد. این نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه، درصد کمی از سرمایه‌گذاران غیرنهادی را در اختیار دارند. میانگین سطح وابستگی مالی خارجی تقریباً ۹۲٪ و میان‌های در حدود ۹۲٪ دارد. مقدار انحراف معیار آن ۳/۱۷ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب ۱۷/۶۹۸- و ۱۲۵/۰۸۹ است. این مطلب مؤید آن است که شرکت‌های نمونه به طور متوسط از وابستگی مالی خارجی بالایی برخوردارند. همچنین، میانگین (انحراف معیار) شاخص اهرم مالی نیز تقریباً ۶۳٪ (۴۲٪) است. این نشان می‌دهد که به طور متوسط معادل ۶۳٪ ساختار دارایی‌های شرکت‌های مورد مطالعه از بدهی تشکیل شده است.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۰	۰/۱۲۱	۰/۱۵۴	-۰/۵۶۳	۱/۱۳۹
درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی	۰/۲۶۰	۰/۲۰۴	۰/۲۱۳	۰/۰۱۰	۰/۸۴۷
وابستگی مالی خارجی	۰/۹۲۲	۰/۹۱۹	۳/۱۷۰	-۱۷/۶۹۸	۲۵/۰۸۹
اهرم مالی	۰/۶۳۴	۰/۶۵۰	۰/۴۲۲	۰/۲۱۰	۱/۴۲۱
نرخ بازده دارایی‌ها در سال قبل	۰/۱۲۱	۰/۱۲۰	۰/۱۵۲	-۰/۵۶۳	۱/۱۳۹
اندازه شرکت	۱۲/۸۲۴	۱۲/۶۰۱	۱/۵۲۲	۹/۵۰۵	۱۸/۴۱۶

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

در جدول شماره ۲ مانایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. در داده‌های سری زمانی معمولاً از آزمون‌هایی همچون دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته برای بررسی مانایی متغیرها استفاده می‌شود. با این حال، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای بررسی مانایی متغیرها از چنین آزمون‌هایی استفاده نمود، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود. برای این منظور باید از آزمون هادری استفاده شود. سطح معناداری و آماره  $Z$  مربوط به متغیرهای پژوهش بیانگر مانایی متغیرهای تحقیق می‌باشد.

جدول شماره ۲. آزمون هادری تک تک متغیرهای پژوهش

متغیر	ROA <sub>it</sub>	IA <sub>it</sub>	Growth <sub>it</sub>	DEP <sub>it</sub>	LEV <sub>it</sub>	SIZE <sub>it</sub>	ROA <sub>it-1</sub>
سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
آماره Z	۱۰/۳۸۱	۵/۴۳۲	۶/۲۴۹	۷/۷۲۲	۸/۷۰۶	۹/۷۲۰	۱۰/۲۴۱

برای انتخاب الگوی تحلیل داده و استفاده از داده‌های ترکیبی یا تلفیقی از آزمون چاو<sup>۸</sup> استفاده می‌شود. فرض صفر آزمون فوق مربوط به استفاده از روش ترکیبی و فرضیه مقابل آن مبنی بر استفاده از داده‌های تلفیقی می‌باشد. با توجه به آماره F و سطح معناداری حاصل از این آزمون‌ها؛ برای برازش الگو از داده‌های تلفیقی (تابلویی) استفاده می‌گردد. استفاده از داده‌های تلفیقی به دو صورت اثرات ثابت و اثرات تصادفی صورت می‌گیرد که برای تشخیص استفاده از آن، از آزمون هاسمن<sup>۹</sup> استفاده می‌شود. فرضیه صفر آزمون فوق مربوط به استفاده از اثرات تصادفی و فرضیه مقابل آن مبتنی بر استفاده از اثرات ثابت می‌باشد. با توجه به آماره کای دو و سطح معناداری مربوط به آزمون هاسمن، برازش الگو با استفاده از الگوی اثرات ثابت مقطعی صورت می‌پذیرد.

جدول شماره ۳. نتیجه آزمون وایت در سطح اطمینان ۹۵٪

الگو	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
الگوی پژوهش	۰/۶۴۱	۰/۷۲۰	فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس را نمی‌توان رد کرد. بنابراین، ناهمسانی واریانس وجود ندارد و از روش OLS استفاده می‌شود.

یکی از آزمون‌هایی که باید در داده‌های ترکیبی صورت پذیرد، آزمون ناهمسانی واریانس می‌باشد. متغیرهای تصادفی که دارای واریانس‌های متفاوتی باشد ناهمسانی واریانس؛ و در مقابل اگر خطاها واریانس ثابت نداشته باشند، گفته می‌شود آن‌ها ناهمسان هستند. یکی از مفروضات رگرسیونی این است که واریانس خطاها ثابت است که به فرض همسانی واریانس مشهور است (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). برای این منظور از آزمون

وایت<sup>۱۰</sup> استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون وایت که در جدول شماره ۳ آمده است، مبین آن است که مشکل ناهمسانی واریانس در الگوی تحقیق وجود ندارد و در نتیجه برای برازش الگو از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می‌گردد.

نتایج فرضیه های اول تا سوم پژوهش در جدول شماره ۴ و نتایج فرضیه های چهارم و پنجم تحقیق در جدول شماره ۵ آورده شده است. فرضیه اول به این صورت مطرح گردیده بود که بین عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. در جدول شماره ۴، ضریب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی معادل  $-0/062$  و آماره  $t$  معادل  $-4/368$  می‌باشد که در سطح  $0/000$  معنادار می‌باشد و در سطح اطمینان  $99\%$  تأیید می‌شود. این نشان می‌دهد که افزایش در میزان عدم تقارن اطلاعاتی موجب کاهش نرخ بازده دارایی‌ها (عملکرد شرکت) می‌شود؛ لذا فرضیه تأیید می‌شود و این رابطه منفی است. نتایج این پژوهش با پژوهش منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

فرضیه دوم تحقیق به این صورت مطرح شد که بین عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری و شرکت‌های مستقل تفاوت معناداری وجود دارد. در جدول شماره ۴، ضریب متغیر  $GOUP1_{it}$  (گروه تجاری) معادل  $0/097$  و آماره  $t$  معادل  $8/222$  می‌باشد و با توجه به سطح معناداری  $0/012$ ، متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از  $95\%$  تأیید می‌شود. بنابراین، می‌توان گفت در بازار ایران نرخ بازده دارایی‌ها در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است. نتایج این پژوهش با مطالعه گارک و کبیر<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۲) نیز سازگار است.  $GOUP1_{it}$

فرضیه سوم پژوهش به این موضوع اشاره دارد که بین عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری و شرکت‌های مستقل تفاوت معناداری وجود دارد. در جدول شماره ۴، ضریب متغیر  $GOUP1_{it} \times IA_{it}$  (متغیر عدم تقارن اطلاعاتی گروه‌های تجاری) معادل  $-0/125$  و آماره  $t$  معادل  $-10/229$  می‌باشد که در سطح  $0/000$  معنادار می‌باشد در نتیجه فرضیه سوم در سطح اطمینان بیش از  $99\%$  تأیید می‌شود. با توجه به نتیجه آزمون این فرضیه می‌توان گفت، وجود گروه‌های تجاری باعث تسهیل انتقال اطلاعات

میان اعضای گروه می شود و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را به همراه دارد. همچنین گروه های تجاری با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی، باعث کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی می شود. نتایج این فرضیه با پژوهش منوس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار است.

جدول شماره ۴. نتایج آزمون های آماری فرضیه های اول تا سوم تحقیق

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 GOUP1_{it} + \beta_3 GOUP1_{it} \times IA_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	۰/۱۲۳	۲/۲۵۴	۰/۰۰۰	-
$IA_{it}$	-۰/۰۶۲	-۴/۳۶۸	۰/۰۰۰	۱/۰۵۲
$GOUP1_{it}$	۰/۰۹۷	۸/۲۲۲	۰/۰۱۲	۱/۲۷۵
$GOUP1_{it} \times IA_{it}$	-۰/۱۲۵	-۱۰/۲۲۹	۰/۰۰۰	۱/۲۹۶
$DEP_{it}$	۰/۰۸۷	۷/۲۲۵	۰/۰۰۲	۱/۱۲۸
$LEV_{it}$	۰/۰۴۱	۴/۲۲۱	۰/۰۴۵	۱/۳۲۵
$SIZE_{it}$	-۰/۰۷۴	-۶/۲۵۴	۰/۰۲۱	۱/۲۵۶
$ROA_{it-1}$	۰/۲۱۵	۱۶/۲۸۴	۰/۰۰۰	۱/۱۱۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۲	آماره F		۱۳۷/۳۳
آماره دوربین واتسون	۲/۰۸۰	سطح معناداری F		۰/۰۰۰
آزمون چاو	۴/۷۶۷	آزمون هاسمن		۲۴/۴۰۱
سطح معناداری	۰/۰۰۰	سطح معناداری		۰/۰۰۳

فرضیه چهارم تحقیق به این صورت مطرح شد که بین عملکرد شرکت های وابسته به گروه های تجاری متنوع و گروه های تجاری غیر متنوع تفاوت معناداری وجود دارد. در جدول شماره ۵، ضریب متغیر  $GOUP1_{it}$  (گروه تجاری) معادل ۰/۰۸۷ و آماره t معادل ۷/۱۲۵ می باشد و با توجه به سطح معناداری ۰/۰۲۱، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. شرکت های عضو گروه های تجاری متنوع نرخ بازده دارایی بیشتری در قیاس با شرکت های وابسته به سایر گروه های تجاری (غیر متنوع) دارند. شاید

بتوان مهمترین دلیل آن را تنوع و گستردگی ساختار مالکیت این گروه‌های تجاری و همچنین تنوع بازار سرمایه داخلی در مقایسه با گروه‌های تجاری غیر متنوع دانست. نتایج این تحقیق با تحقیق گارک و کبیر (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

جدول شماره ۵. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه‌های چهارم و پنجم تحقیق

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 GOUP1_{it} + \beta_3 GOUP1_{it} \times IA_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	۰/۱۱۸	۲/۱۶۴	۰/۰۰۰	-
$IA_{it}$	-۰/۰۵۲	-۳/۲۹۸	۰/۰۰۰	۱/۰۵۲
$GOUP1_{it}$	۰/۰۸۷	۷/۱۲۵	۰/۰۲۱	۱/۱۱۹
$GOUP1_{it} \times IA_{it}$	-۰/۱۴۵	-۹/۰۲۲	۰/۰۰۰	۱/۲۹۶
$DEP_{it}$	۰/۰۷۸	۶/۲۵۵	۰/۰۰۰	۱/۱۲۸
$LEV_{it}$	۰/۰۳۲	۳/۱۸۱	۰/۰۲۴	۱/۳۲۵
$SIZE_{it}$	-۰/۰۸۴	-۷/۶۵۸	۰/۰۲۸	۱/۲۵۶
$ROA_{it-1}$	۰/۲۲۵	۱۷/۲۹۸	۰/۰۰۰	۱/۱۱۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۵۴	آماره F		۱۲۸/۲۲۴
آماره دورین واتسون	۲/۱۴۰	سطح معناداری F		۰/۰۰۰
آزمون جاو	۴/۷۶۷	آزمون هاسمن		۲۴/۴۰۱
سطح معناداری	۰/۰۰۰	سطح معناداری		۰/۰۰۳

فرضیه پنجم تحقیق به این موضوع اشاره دارد که بین عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و گروه‌های تجاری غیر متنوع تفاوت معناداری وجود دارد. در جدول شماره ۵، ضریب متغیر  $GOUP1_{it} \times IA_{it}$  (متغیر عدم تقارن اطلاعاتی گروه‌های تجاری متنوع) معادل -۰/۱۴۵ و آماره t معادل -۹/۰۲۲ می‌باشد که در سطح اطمینان ۹۹٪ فرضیه تأیید می‌شود. این نشان می‌دهد که نرخ بازده دارایی‌ها در شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با سایر گروه‌ها وابستگی پایین‌تری به سطح عدم تقارن اطلاعاتی دارند. نتایج این پژوهش با مطالعه منوس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار است.

نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی این تحقیق نشان‌دهنده آن است که بین نرخ بازده دارایی‌ها با سطح وابستگی مالی خارجی و اهرم مالی رابطه مثبت و معنادار و بین نرخ بازده دارایی‌ها با اندازه شرکت یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر عملکرد در گروه‌های تجاری می‌پردازد. در این پژوهش برای محاسبه عملکرد شرکت از معیار نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و برای محاسبه میزان عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی (IA) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، عملکرد مطلوب‌تری دارند. شاید بتوان مهمترین دلیل آن را نوع ساختار مالکیت این گروه‌ها (عمدتاً دولتی) دانست. علاوه بر این، گروه‌های تجاری به نوعی با مدیریت سود و منابع مالی بین شرکت‌های عضو یا وابسته، عملکرد بهتری از خود نشان می‌دهند. همچنین، به نظر می‌رسد شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری وضعیت مالی با ثباتی داشته و دارای ریسک تجاری پایین‌تری و عملکرد بالاتری هستند. بنابراین، به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران؛ نوع ساختار مالکیت، مدیریت منابع مالی و ریسک تجاری پایین‌تر گروه‌های تجاری، مهمترین دلایلی باشند که شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل عملکرد مطلوب‌تری دارند.

نتایج این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که نرخ بازده دارایی‌ها (عملکرد شرکت) در شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری (غیرمتنوع) بالاتر است. شاید بتوان مهم‌ترین دلیل آن را تنوع و گستردگی این گروه‌ها در قیاس با گروه‌های غیر متنوع دانست. همچنین، بازار سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است. بنابراین، شرکت‌های وابسته به این گروه‌ها از

ریسک تجاری پایین‌تری برخوردارند و این باعث می‌شود که ارزش بازار سهام این شرکت‌ها افزایش یابد.

سایر یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، نرخ بازده دارایی‌ها (عملکرد شرکت) کاهش می‌یابد. عدم تقارن اطلاعاتی بالا نمی‌تواند در نهایت به سود شرکت باشد چون باعث انتقال نشانه‌های منفی درباره شرکت به بازار سرمایه می‌شود، چرا که این نشانه‌های منفی می‌تواند شرکت را در تأمین منابع مالی خارجی با مشکل مواجه کند. همچنین، نتایج این مطالعه نشان داد که سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل کمتر است، چون وجود گروه‌های تجاری باعث تسهیل انتقال اطلاعات میان شرکت‌های گروه و کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. علاوه بر این، گروه‌های تجاری با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی تا حدودی مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را از پیش رو برمی‌دارند. همچنین، سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با گروه‌های غیر متنوع، کمتر است. شاید بتوان مهمترین دلیل این موضوع را تنوع این گروه‌ها در مقایسه با گروه‌های تجاری غیر متنوع دانست. به علاوه، بازار سرمایه داخلی شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع، از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است. دیگر یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که بین نرخ بازده دارایی‌ها با سطح وابستگی مالی خارجی و اهرم مالی رابطه مثبت و معنادار و بین نرخ بازده دارایی‌ها با اندازه شرکت یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

در تعمیم نتایج پژوهش، محدودیت‌های زیر باید مد نظر قرار گیرد:

۱. در این پژوهش، ملاک مالکیت غیرنهادی، مالکیت کمتر از ۵٪ می‌باشد و مالکیت‌های غیرمستقیم به دلیل عدم امکان ردیابی در محاسبات لحاظ نشده است که این امر می‌تواند بر نتایج تحقیق تأثیر گذار باشد.
۲. با توجه به عدم شفافیت در بخش سرمایه‌گذارهای بلندمدت، ساختار مالکیت و یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی، تشخیص شرکت‌های وابسته به گروه

(شرکت‌های فرعی) در برخی گروه‌ها میسر نبود و این امر ممکن است نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار داده باشد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، می‌توان پیشنهادها و توصیه‌های زیر را ارائه نمود:

۱. بر اساس یافته‌های این تحقیق به فعالان بازارهای سرمایه پیشنهاد می‌شود به درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی به عنوان معیاری برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی توجه کنند، چون نتایج این تحقیق مؤید آن است که یک رابطه منفی و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد شرکت وجود دارد. در واقع با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها عملکرد پایین‌تری دارند.

۲. به فعالان بازارهای مالی توصیه می‌شود به این مورد توجه کنند که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، عملکرد مطلوب‌تری دارند. از این رو اگر قصد سرمایه‌گذاری در سهام این شرکت‌ها را به قصد کسب بازده بالاتر دارند، این مورد را مد نظر قرار دهند. همچنین، به این مهم نیز توجه داشته باشند که طبق نتایج این تحقیق شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری (غیر متنوع)، عملکرد بالاتری دارند.

۳. به سهامداران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بازارهای مالی توصیه می‌شود به این مورد توجه کنند که سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل کمتر است، بنابراین پیش‌بینی می‌شود این شرکت‌ها عملکرد مطلوب‌تری داشته باشند. بنابراین، اگر قصد سرمایه‌گذاری در سهام این شرکت‌ها را به قصد کسب بازده بالاتر دارند، این مورد را مد نظر قرار دهند. همچنین، به این مهم نیز توجه داشته باشند که طبق نتایج این تحقیق میزان عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با شرکت‌های وابسته به

سایر گروه‌های تجاری (غیر متنوع) پایین تر است، بنابراین برآورد می‌شود که عملکرد این گروه‌ها (گروه‌های تجاری متنوع) در مقایسه با سایر گروه‌ها بالاتر باشد.

#### یادداشت‌ها

1. Manos, Murinde and Green
2. Gopalan, Nanda and Seru
3. Cheng, Davidson and Leung
4. Deshmukh
5. Lin, Pantzalis and Park
6. Jiraporn
7. Oskar
8. F Limer
9. Hausman Test
10. White Test
11. George and Kabir

#### References

- Aflatuni, A. and Nikbakht, L. (1389). *Application of Econometrics in Accounting Studies*, financial management and economic sciences, Termeh Publishing, First Edition [In Persian].
- Cheng, L.T.W., Davidson, W.N., and Leung, T.Y., (2011). Insider trading returns and dividend signals. *International Review of Economics and Finance*, 20, 421–429.
- Clich, Mohsen, (1390). The effect of business groups on investment and reduce financing constraints on the Stock Exchange, *conference on Investigation of dimensions and methods for financing development in the country, with emphasis on the role of banks, insurance and capital markets, Tehran* [In Persian].
- Cornett, M.M., Marcus, A.J., Saunders, A. and Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance, *Journal of Banking and Finance*, 31, 1771–1794.
- Deshmukh, S., (2005). The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 44, 107–127.
- George, R. and Kabir R. (2012). Heterogeneity in business groups and the corporate diversification–firm performance relationship, *Journal of business research*, 65, 412–420.
- Gopalan, R., Nanda, V., and Seru, A., (2007). Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups, *Journal of Financial Economics*, 86, 759–795.
- Jiraporn, P. and Ning, y. (2006). Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance, *Working Paper*, Pennsylvania State University.
- Khodamipour, A., Deldar M. and Chupani, M. (1392). The effects of information asymmetry and the life cycle of the company on future stock returns of companies listed in the Tehran Stock Exchange, *Financial Accounting Empirical Studies*, 38, 167-143 [In Persian].

- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure and performance in continental Europe, *Journal of Accounting*, 41, 176-197.
- Lin, J.B., Pantzalis, C., and Park, J.C., (2007). Corporate use of derivatives and excess value of diversification, *Journal of Banking and Finance*, 31, 889-913.
- Manos, R., Murinde, V., and Green, C.J., (2012). Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms. *International Review of Economics and Finance*, 21, 42-56.
- Nikbakht, M.R. and Rahmani-Nia J., (1389). Effect of institutional ownership on the performance of companies listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of the Tehran Stock Exchange*, 9, pp. 60-43 [In Persian].
- Pourheydari, O. and Fadavi, M.H. (1392). Business groups: economic reality unknown, *Studies Accounting and Auditing*, 8, 82-70 [In Persian].